

株式会社日本格付研究所（JCR）は、以下のとおり信用格付の結果を公表します。

<資産証券化商品> 合同会社クローバー2021

【据置】

債券格付

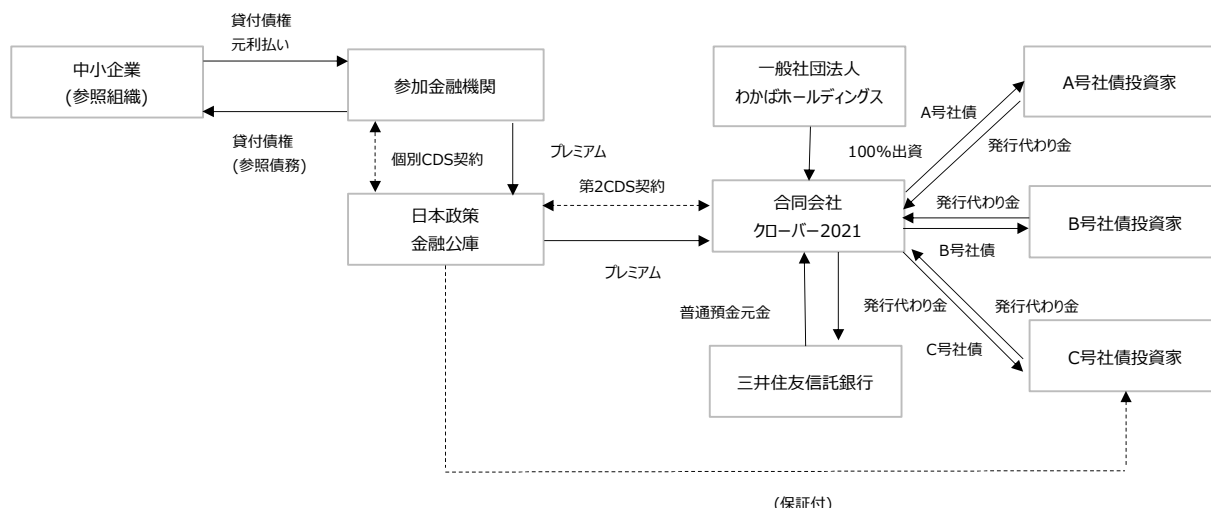
A A A

■格付事由

1. スキームの概要

- (1) 14 の地域金融機関（参加金融機関）は複数の中小企業向けに融資を実行し、それら中小企業向け貸付債権を参照債務とするクレジット・デフォルト・スワップ契約（個別 CDS 契約）を株式会社日本政策金融公庫（日本公庫）との間でそれぞれ締結する。日本公庫は、各参加金融機関と締結した個別 CDS 契約と参照債務を同じくするクレジット・デフォルト・スワップ契約（第 2CDS 契約）（個別 CDS 契約とあわせて CDS 契約と総称）を合同会社クローバー2021（SPC）との間で締結する。
- (2) SPC は A 号、B 号および C 号社債（社債と総称）を発行し、受領した社債の発行代わり金を適格金融機関に預け入れる。C 号社債には日本公庫による保証が付される。
- (3) 各参加金融機関は日本公庫に対して、日本公庫は SPC に対して、CDS 契約にもとづいて 3 ヶ月ごとにプレミアムを前払いする。SPC は受領したプレミアムを原資として、3 ヶ月ごとに社債の利息を後払いにて、A 号社債、B 号社債、C 号社債の順に支払う。C 号社債の最初の 2 回分の利払いについては、A 号社債が全額償還されるまで留保され、A 号社債および B 号社債にかかる元利払いの流動性補完となる。
- (4) 参照債務の返済方法は 48 回の月次元本均等返済である。CDS 契約上のプレミアム計算想定元本は 3 ヶ月毎に約定返済相当分について減額され、社債の元本は CDS 契約上のプレミアム計算想定元本が減額された分につき、預金を原資として 3 ヶ月ごとにパススルー方式で償還される。
- (5) 支払期日における利息は、A 号社債、B 号社債、C 号社債の順に支払われ、元本は基本的に A 号社債、B 号社債、C 号社債の順で償還される。ただし、C 号社債については、予定償還期日に預金をもって未払いの元利金全額の支払いができない見込みの場合には、日本公庫の保証履行により予定償還期日に未払い額が一括して支払われる。
- (6) 参照債務にクレジットイベントが発生し、その損失額の累計額が予め定められた免責金額を超えた場合、SPC は日本公庫に対し、免責金額を超える超過分について預金を取り崩し、損害補填金を支払う。また、日本公庫は各参加金融機関に対して、免責金額を超える超過分について損害補填金を支払う。
- (7) 予定償還期日までに各号社債に設定されたそれぞれの劣後金額を超える損失が参照ポートフォリオに発生しなかった場合、各号社債は予定償還期日までに全額償還される。C 号社債については、免責金額を超える損失が参照ポートフォリオに発生した場合でも、日本公庫の保証履行により予定償還期日に全額償還されることとなっている。

【スキーム図】



2. 格付評価のポイント

(1) B号社債の損失、キャッシュフロー分析及び感応度分析

当初格付時と同様の方法により損失、キャッシュフロー分析を行った（必要劣後比率を算定する際のストレス考慮後加重平均想定デフォルト率は、AAA については 13.42%）。

デフォルト率は低位であり、参照債務のパフォーマンスは良好である。平均年限が比較的短く、シーケンシャル償還であることから B 号社債の劣後比率は速いペースで上昇している。B 号社債における債務履行の確実性が高まっており、B 号社債の信用補完が「AAA」相当のリスクの範囲内で元本償還を行うのに引き続き十分な水準であることを確認した。

以下の前提のもとで、期中にデフォルト率がベースケースを上回って変化することを仮定とした感応度分析を行った。

（前提）

- ・ 評価時点は本件レビュー時点
- ・ 算定手法は上記と同じ手法

感応度分析の結果、ベースケースデフォルト率を 38.2%に移動させた場合には、直近の劣後比率を前提とした B 号社債の格付は「AA」となった。

(2) C号社債の損失、キャッシュフロー分析及び感応度分析

C 号社債には日本公庫による連帯保証が付されているため、C 号社債にかかる債務履行の確実性は、日本公庫の信用力に収斂・連動する。日本公庫の信用力分析を行った結果、信用力が変化したと判断した場合には、C 号社債の格付も連動して変更されうる。

日本公庫の長期発行体格付は、2024 年 8 月 14 日現在「AAA」となっている。

(3) その他の論点

- ① スキーム関係者からの倒産隔離が図られているものと評価される。
- ② 関係当事者の本件運営にかかる事務遂行能力に現時点で懸念すべき点はみられない。

以上より、B 号社債の元本償還、利払いにかかるリスクは、信用補完措置および仕組み上の工夫によって、「AAA」相当の水準に縮減されていると考えられ、B 号社債の格付を「AAA」に据え置いた。C 号社債の元本

償還、利払いにかかるリスクは、日本公庫の信用力に収斂・連動するものと考えられ、C号社債の格付を「AAA」に据え置いた。

この格付は、B号社債およびC号社債について、予定償還期日までの利息全額の支払いと元本の全額償還の確実性を評価したものである。なお、A号社債については24年3月21日に全額償還されている。

(担当) 荘司 秀行・齊木 利保

■格付対象

【据置】

対象	当初発行額	当初劣後比率	予定償還期日*	クーポン・タイプ	利率	格付
第1回B号無担保社債(責任財産限定特約付及び分割禁止特約付)	3,303,000,000円	21.8%	2025年5月30日	固定	非公表	AAA
第1回C号無担保保証付社債(責任財産限定特約付及び適格機関投資家限定)	3,100,000,000円	3.5%	2025年5月30日	固定	年 0.19%	AAA

当初発行総額：16,403,000,000円

*本件における事実上の法定最終償還日

<発行の概要に関する情報>

発行日	2021年3月16日
予定償還スケジュール	2021年6月20日以降2024年12月までの毎年3, 6, 9, 12月の20日および予定償還期日に元本の一部または全部を償還
償還方法	基本的にA号社債、B号社債、C号社債の順で3ヶ月ごとのパススルー償還 C号社債については、予定償還期日に預金をもって未払いの元利金全額の支払いができない見込みの場合には、日本公庫の保証履行により予定償還期日に未払い額が一括して支払われる。
流動性・信用補完措置	B号社債：優先劣後構造<当初劣後比率：21.8%> ※劣後比率：1- (A号社債元本+B号社債元本) ÷ 当初貸付債権プール元本 C号社債：日本公庫の保証、優先劣後構造<当初劣後比率：3.5%> ※劣後比率：1- (A号社債元本+B号社債元本+C号社債元本) ÷ 当初貸付債権プール元本

上記格付はバーゼルIIに関連して金融庁が発表した『証券化取引における格付の公表要件』を満たしている。

<ストラクチャー、関係者に関する情報>

貸付人・個別CDSバイヤー	全国14の参加金融機関
個別CDSセラー・第2CDSバイヤー・C号社債保証者	株式会社日本政策金融公庫
SPC(第2CDSセラー)	合同会社クローバー2021
預金預入先金融機関	三井住友信託銀行株式会社
アレンジャー	三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社

<裏付資産・参照ポートフォリオに関する情報>

裏付資産の概要	預金預入先金融機関に預け入れた普通預金
参照ポートフォリオの概要	参加金融機関が募集し、貸し出しを実行した中小企業向け貸付債権

格付提供方針等に基づくその他開示事項

- 信用格付を付与した年月日：2024年8月8日
- 信用格付の付与について代表して責任を有する者：湊岡 由典
主任格付アナリスト：荘司 秀行
- 評価の前提・等級基準：
評価の前提および等級基準については、JCRのホームページ (<https://www.jcr.co.jp/>) の「格付関連情報」に「信用格付の種類と記号の定義」(2014年1月6日)として掲載している。
- 信用格付の付与にかかる方法の概要：
本件信用格付の付与にかかる方法(格付方法)の概要は、JCRのホームページ (<https://www.jcr.co.jp/>) の「格付関連情報」に、「CLO」(2012年6月1日)「シンセティックCDO」(2019年9月24日)の信用格付の方法として掲載

している。回収金口座や倒産隔離など他の付随的な論点についても上記のページで格付方法を開示している。

5. 格付関係者：

(オリジネーター等)	株式会社日本政策金融公庫
(SPC)	合同会社クローバー2021
(アレンジャー)	三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社

6. 本件信用格付の前提・意義・限界：

本件信用格付は、格付対象となる債務について約定通り履行される確実性の程度を等級をもって示すものである。本件信用格付は、債務履行の確実性の程度に関しての JCR の現時点での総合的な意見の表明であり、当該確実性の程度を完全に表示しているものではない。JCR は、格付付与にあたって必要と判断する情報の提供を発行者、オリジネーターまたはアレンジャーから受けているが、その全ては開示されていない。本件信用格付は、資産証券化商品の信用リスクに関する意見であって、価格変動リスク、流動性リスクその他のリスクについて述べるものではない。また、提供を受けたデータの信頼性について、JCR が保証するものではない。

本件信用格付は、格付対象の発行体の業績、規制などを含む業界環境などの変化に伴い見直され、変動する。また、本件信用格付の付与にあたり利用した情報は、JCR が格付対象の発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものであるが、当該情報には、人為的、機械的またはその他の理由により誤りが存在する可能性がある。

7. 本件信用格付に利用した主要な情報の概要および提供者：

- ① 格付対象商品および裏付資産に関する、オリジネーター等およびアレンジャーから入手した証券化対象債権プールの明細データ、ヒストリカルデータ、証券化関連契約書類
- ② 裏付資産に関する、中立的な機関から公表された中立性・信頼性の認められる公開情報
- ③ オリジネーター等に関する、当該者が対外公表を行っている情報
- ④ その他、オリジネーター等に関し、当該者から書面ないし面談にて入手した情報

なお、JCR は格付申込者等から格付のために提供を受ける情報の正確性に関する表明保証を受けている。

8. 利用した主要な情報の品質を確保するために講じられた措置の概要：

JCR は、信用格付の審査の基礎をなす情報の品質確保についての方針を定めている。本件信用格付においては、いずれかの格付関係者による表明保証もしくは対外公表、または担当格付アナリストによる検証など、当該方針が求める要件を満たした情報を、審査の基礎をなす情報として利用した。

9. 資産証券化商品についての損失、キャッシュフローおよび感応度の分析：

格付事由参照。

10. 資産証券化商品の記号について：

本件信用格付の対象となる事項は資産証券化商品の信用状態に関する評価である。本件信用格付は裏付けとなる資産のキャッシュフローに着目した枠組みで付与された資産証券化商品格付であって、予定償還期日までの利息全額の支払いと元本の全額償還の確実性に対するものであり、ゴーイングコンサーンとしての債務者の信用力を示す発行体格付とは異なる観点から付与されている。

11. 格付関係者による関与：

本件信用格付の付与にかかる手続には格付関係者が関与した。

12. JCR に対して直近 1 年以内に講じられた監督上の措置：なし

■ 留意事項

本文書に記載された情報は、JCR が、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCR は、明示的であると黙示的であると問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCR は、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCR は、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかんを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であると問わず、一切責任を負いません。また、JCR の格付は意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。JCR の格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より手数料をいただいて行っております。JCR の格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、JCR が保有しています。JCR の格付データを含め、本文書の一部または全部を問わず、JCR に無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。

予備格付：予備格付とは、格付対象の重要な発行条件が確定していない段階で予備的な評価として付与する格付です。発行条件が確定した場合には当該条件を確認し改めて格付を付与しますが、発行条件の内容等によっては、当該格付の水準は予備格付の水準と異なることがあります。

■ NRSRO 登録状況

JCR は、米国証券取引委員会の定める NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organization) の 5 つの信用格付クラスのうち、以下の 4 クラスに登録しています。(1)金融機関、ブローカー・ディーラー、(2)保険会社、(3)一般事業法人、(4)政府・地方自治体。

■ 本件に関するお問い合わせ先

情報サービス部 TEL：03-3544-7013 FAX：03-3544-7026

株式会社 日本格付研究所

Japan Credit Rating Agency, Ltd.

信用格付業者 金融庁長官(格付)第1号

〒104-0061 東京都中央区銀座 5-15-8 時事通信ビル